

J-オイルミルズ

2613 東証1部

2015年12月15日(火)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
角田 秀夫

■ オリーブオイルや健康に着目した高付加価値オイル市場に注力

J-オイルミルズ<2613>は、味の素製油(株)と(株)ホーネンコーポレーション、吉原製油(株)が2003年に統合して誕生した。国内食用油脂大手2強の一角である。製油事業がメイン(売上高の91.1%)であり、その他事業(売上高の8.9%)は、飼料・スターチ・健康食品・ファイン・化成品・メディカルサイエンス等で構成される。外部環境(大豆・菜種相場、為替、ミール(油糧)価格など)の影響を受けやすい業界特性がある。

国内食用油脂業界2位であり、トップの日清オイリオグループ<2602>に肉薄している。特に業務用シェアは約50%を占める。高付加価値製品で市場をけん引するポジションにあり、味の素<2802>ブランドを活用できる強みもある。

2016年3月期の第2四半期(2015年4月-9月期)累計の売上高は92,595百万円(前年同期比4.2%減)、営業利益1,549百万円(同60.2%減)と減収減益になった。要因としては、円安及びミール(油糧)価格の低下による油脂コストの上昇と前年度からの製品価格の低下である。対策として油脂製品価格の値上げを断行したが、希望どおりの水準までその成果が出ていないことなどがあげられる。

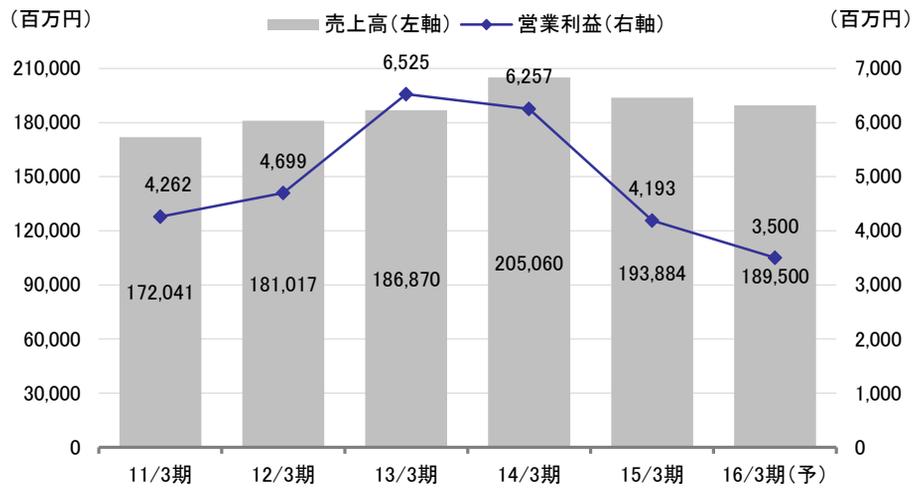
2016年3月通期は、外部環境に改善の兆しがみられるものの、売上高189,500百万円(当初計画比8,300百万円減)、営業利益3,500百万円(同3,500百万円減)に下方修正された。ミール(油糧)価格は徐々に上がる傾向にあり、年初からの油脂製品の値上げ努力も一定の成果が出ると思われる。また、その他事業の業績向上も期待できる。

成長戦略としては、高付加価値化と非製油分野へのシフトなどを掲げる中期経営計画を推進中だ。特にオリーブオイルやごま油などの高付加価値オイル市場に力を入れており、オリーブオイル市場では新商品開発やメニュー提案などの販促を行い、トップメーカーを堅持する。非製油分野においては、スターチ事業が成長株だ。様々な機能を発揮するスターチ(でんぷん)を開発する技術力と業務用の顧客基盤を強みに攻勢をかける。

■ Check Point

- ・ 為替も想定範囲内で推移、油糧価格は下げ止まりから反転の兆し
- ・ 非製油分野ではスターチ分野の成長に注目
- ・ 内部留保を確保しつつ、長期的な安定配当が基本

通期業績の推移



■ 会社概要

オリーブオイルや機能特化油などの高付加価値商品が好調

(1) 沿革

同社の前身は、味の素製油とホーネンコーポレーションが2002年に経営統合した豊年味の素製油。これに吉原製油が参画して2003年にJ-オイルミルズが誕生した。その後、3社のノンコア事業（非食用油脂事業）の再編や統合、製品ブランドの強化、原料調達や物流を含めたSCM（サプライチェーンマネジメント）の強化などにより、事業基盤の再構築に取り組んできた。

成長戦略では、2007年に加工用油脂（マーガリン等の製菓・製パン材料）の強化を目的に豊年リーバ(株)を100%子会社化したほか、不二製油(株)との業務提携により業務用油脂や加工用油脂を強化してきた。

海外においては、2011年以降にタイ、中国、インドにおいて現地パートナーとの提携や合弁会社の設立を行い、展開を加速させている。

会社沿革

年月	主な沿革
2002 年 3 月	株式会社豊年味の素製油株式を東京・大阪証券取引所市場第 1 部に上場
4 月	株式会社ホーネンコーポレーションと味の素製油株式会社との共同株式移転により、株式会社豊年味の素製油設立
4 月	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーションが、同社関連会社である豊年リーバ株式会社の株式を追加取得し、議決権比率 75%の子会社とする
2003 年 4 月	株式交換により吉原製油株式会社を完全子会社とするとともに、社名を株式会社 J-オイルミルズに変更する
2004 年 7 月	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーションが、同社の化成品事業を会社分割し、(株) J-ケミカルを設立
7 月	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーション、味の素製油株式会社、吉原製油株式会社および日本大豆製油株式会社を吸収合併
12 月	園芸肥料事業を、関連会社である太田油脂株式会社に営業譲渡(同年 10 月、販売会社である(株)JOYアグリを設立)
2005 年 9 月	連結子会社である株式会社 J-ビジネスサービスが、同社完全子会社である樂陽食品株式会社の全株式を売却
2007 年 3 月	連結子会社である豊年リーバ株式会社の株式を追加取得し、100%子会社とする
7 月	ユニリーバ・ジャパン株式会社より、家庭用マーガリン事業(「ラーマ」ブランドを含む全商品)を譲り受ける
9 月	不二製油株式会社と業務提携および株式相互保有に関する基本契約を締結
2008 年 3 月	連結子会社である豊年リーバ株式会社より、業務用加工油脂および製菓・製パン材料の販売事業を譲り受ける
6 月	連結子会社である豊年リーバ株式会社が解散。
2011 年 4 月	中国の龍大食品集団有限公司との技術供与契約を締結
6 月	不二製油(株)タイ現地法人 フジオイル(タイランド)社へ出資
2012 年 2 月	子会社である豊神サービス株式会社が解散
3 月	連結子会社である日華油脂株式会社から、蛋白製品販売事業を譲り受ける。
4 月	連結子会社である株式会社 J-ビジネスサービスを吸収合併。
2014 年 2 月	インドで Ruchi Soya Industries LTD. 及び豊田通商(株)と合併会社 Ruchi J-Oil Private LTD. を設立
4 月	タイで豊田通商(株)と共同で高付加価値でん粉・油脂販売の合併会社設立

(2) 事業概要

同社の事業は、主力の「製油事業」と「その他」に分けられ、売上高の 91.1% (2016 年 3 月期第 2 四半期)、営業利益の 86.9% (同、共通費用調整前) は製油事業から生み出される。製油事業は、原料の大豆や菜種の調達・搾油・精製・販売までを一貫して行っており、油そのものを扱う油脂部門と搾油の際の粕を扱う油糧部門(ミール)に分類される。

油脂部門は、味の素ブランドでキャノーラ油などを扱う「家庭用」、外食や中食向けの「業務用」、調味料メーカー向けの「加工用」、マーガリン等を扱う「加工油脂」の 4 つに分けられる。「家庭用」では、オリーブオイルやごま油などの高付加価値商品が好調であり、業務用においても「長調得徳」シリーズなどコスト低減や利用者の作業性向上をセールスポイントにした商品が伸びている。

油糧部門は、油脂と並ぶ基盤事業である。特に大豆の場合には、ミール(油糧)の発生量が多く、金額ベースではミール(油糧)が約 60%、油脂が約 40% であり、ミール(油糧)が油脂を上回る。

「その他」の事業は、食品から化学品、医薬品まで幅広いが、製油事業での強みを生かし、独自の技術・ノウハウを持つものが多い。なかでも、次世代の柱として期待されるのが、レジスタントスターチや機能性のある加工でん粉を扱うスターチ部門、大豆シートが好調な健康食品部門、レクチン(特殊なたんぱく質)のトップメーカーとしての技術力を活用したメディカルサイエンス部門である。



J-オイルミルズ

2613 東証1部

2015年12月15日(火)

事業の内容と構成

カテゴリー		主な商品、チャネル	売上構成	利益構成
製油事業	家庭用	家庭用は味の素ブランド、キャノーラ油、オリーブ油、ごま油	91.1%	86.9%
	業務用	外食、中食向け		
	加工用	調味料メーカー向け		
	加工油脂	マーガリン、ショートニング		
油糧部門(ミール)	配合飼料向け、醸造用原料向け、有機肥料向け			
その他	飼料	酪農家向け	8.9%	13.1%
	スターチ	米菓用コーンスターチ、レジスタントスターチ、加工でん粉		
	健康食品・ファイン	大豆レシチン、イソフラボン、ビタミンK2、大豆シート		
	化成品	木材建材業界向け、接着剤		
	メディカルサイエンス	がん診断薬		

出所：有価証券報告書、会社資料より作成、2016年3月期第2四半期

(3) 事業特性

製油事業は、外部環境の影響を受けやすい。同社の原料調達の特徴として、大豆は米国、ブラジルなどから、菜種はカナダ、豪州などからほぼ100%輸入される。仕入価格は、大豆はシカゴ市場、菜種はウィニペグ市場(カナダ)の相場に連動する。相場価格は、新興国の旺盛な食糧需要を背景に上昇傾向にはあるが、天候による作柄や作付面積、投機資金などにも影響され変動する。さらに外国為替レートも仕入コストに影響する。

同社のビジネスモデル上、油脂と同様に重要性が高いのがミール(油糧)事業だ。搾油により油脂とミール(油糧)に分離され、ミール(油糧)は飼料・肥料・醸造メーカーに販売される。国内のミール価格は、国際価格や輸入ミール価格、外国為替レートに影響される。原料調達コストが上がった場合でも、ミール(油糧)を高値で販売できればマイナス面をカバーでき、言わば緩衝材の役割を果たす。

■業績動向

為替も想定範囲内で推移、油糧価格は下げ止まりから反転の兆し

(1) 2016年3月期の第2四半期累計(2015年4月-9月期)の業績動向

2016年3月期の第2四半期(2015年4月-9月期)累計の売上高は92,595百万円(前年同期比4.2%減)、営業利益1,549百万円(同60.2%減)、経常利益1,792百万円(同56.1%減)、四半期純利益964百万円(同64.3%減)と減収減益になった。期初の会社計画に比べても、計画を下回る結果であった。

2016年3月期第2四半期累計業績(連結)

	15/3期2Q累計		16/3期2Q累計				
	実績 (百万円)	対売上比 (%)	会社計画 (百万円)	実績 (百万円)	対売上比 (%)	前年同期比 (%)	計画比 (%)
売上高	96,680	-	97,600	92,595	-	-4.2	-5.1
売上原価	80,372	83.1	-	78,842	85.1	-1.9	-
販管費	12,412	12.8	-	12,202	13.2	-1.7	-
営業利益	3,894	4.0	2,500	1,549	1.7	-60.2	-38.0
経常利益	4,085	4.2	2,600	1,792	1.9	-56.1	-31.1
四半期純利益	2,699	2.8	1,500	964	1.0	-64.3	-35.7

利益が大幅に減少した要因としては、円安及びミール(油糧)価格の低下による油脂コストの上昇と前年度からの製品価格の低下である。対策として油脂製品価格の値上げを断行したが、希望どおりの水準までその成果が出ていないことなどがあげられる。

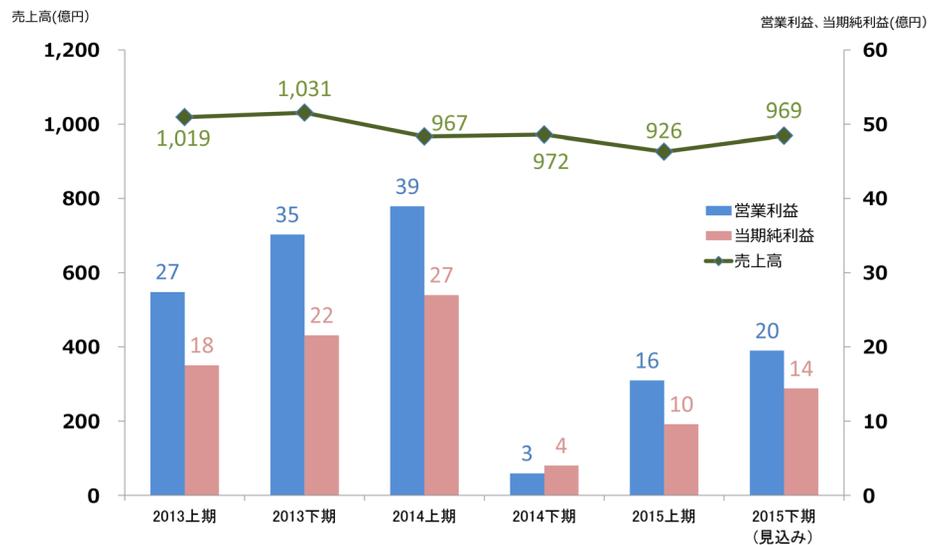
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

(2) 通期の見通し

2016 年 3 月通期の計画は、2015 年 11 月 5 日に下方修正された。売上高 189,500 百万円(当初計画比 8,300 百万円減)、営業利益 3,500 百万円(同 3,500 百万円減)、経常利益 4,000 百万円(同 3,500 百万円減)、当期純利益 2,400 百万円(同 2,100 百万円減)が見込まれている。下期だけに限ると、前年同期比においても上期との比較においても、営業利益及び当期純利益は回復する見込みだ。大豆や菜種の相場価格は安定しており、為替も想定範囲内で推移している。ミール(油糧)価格は下げ止まりから反転の兆しがあり、年初からの油脂製品の値上げ努力も一定の成果が上積みされるもようだ。また、その他事業の業績向上もプラス材料だ。

連結業績(半期)直近 3 期

●2014下期の大幅減益から回復傾向



出所：会社資料

(3) 財務状況

2015 年 9 月末の財務状況は健全である。総資産残高は前期末(2015 年 3 月)比 3,469 百万円減の 153,613 百万円となった。主な減少は、受取手形及び売掛金が 1,906 百万円、原材料及び貯蔵品が 1,794 百万円である。

一方、負債は前期末比 2,644 百万円減少し、74,797 百万円となった。主な増加は、有利子負債で 2,190 百万円である。主な減少は、支払手形及び買掛金 3,927 百万円である。

経営指標では、流動比率、自己資本比率、有利子負債比率において安全性を維持している。

連結貸借対照表、経営指標の推移

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期 2Q	増減額
流動資産	85,656	82,652	-3,004
(現預金)	5,806	5,238	-567
(受取手形及び売掛金)	37,534	35,628	-1,905
(原材料及び貯蔵品)	24,590	22,796	-1,794
固定資産	71,397	70,939	-458
総資産	157,082	153,613	-3,468
流動負債	50,175	48,200	-1,975
(支払手形及び買掛金)	22,079	18,151	-3,927
固定負債	27,267	26,596	-671
(有利子負債)	31,050	33,240	2,190
負債合計	77,442	74,797	-2,644
純資産合計	79,639	78,816	-823
負債純資産合計	157,082	153,613	-3,468
<安全性>			
流動比率 (流動資産÷流動負債)	170.7%	171.5%	-
自己資本比率 (自己資本÷総資産)	51.3%	50.7%	-
有利子負債比率 (有利子負債÷自己資本)	39.0%	42.2%	-

出所：決算短信

■成長戦略

非製油分野ではスターチ分野の成長に注目

(1) 第 4 期中期経営計画の 2 年目、構造改革を推進中

今年度は、2015 年 3 月期を初年度に、2021 年 3 月期を最終年度とする第 4 期中期経営計画 (7 年間) の 2 年目に当たる。1) 製油領域での構造改革、2) 非製油・食品ファイン領域での事業構造の変革、3) 海外展開、4) CSR 経営の実践、5) 組織の変革、6) 人材の育成・変革など 6 つの構造改革を行う意欲的な計画である。想定外の外部環境の変化 (円安、ミール安、製品価格の下落など) により、業績的には出鼻をくじかれた形ではあるが、抜本的な構造改革を断行する方向に変わりはない。

(2) 製油分野の構造改革：オリーブオイル・機能特化油などの高付加価値オイルの進展

家庭用油脂の市場は、消費者の健康志向を背景にオリーブオイルやごま油を始めとする付加価値油が約 5 割弱をしめ、調味料やサプリメントとしての需要が伸長している。従来の植物油は加熱用が主流であったが、現在伸びている高付加価値オイルは主に非加熱用であるという特徴がある。特にオリーブオイル市場においては、同社は市場シェアでトップを走る。2010 年度のオリーブオイル製品売上を 1 とした時に、2015 年度は 1.57 まで成長する見込みであり、今後も伸びが期待できる。「AJINOMOTO」と「FILIPPO BERIO」の 2 ブランドで、エクストラバージンからフレーバーオイル (ガーリックやバジルなどの風味を付加した商品) を展開する。メニュー提案などの販促施策も積極的に行っており、市場の伸びに伴って右肩上がりに成長している。現在、高付加価値オイルの新商品ラインを開発中であり、更なる市場の活性化につながるか注目したい。

業務用油脂市場は、油脂市場全体の約 40% を占める。この市場においても、付加価値の高い機能性油脂が伸長している。同社は業務用市場で約 50% を誇り、機能特化油の分野でも積極的な商品ライン展開を行う。例えば、ご飯の釜へのこびりつきを低減する「炊飯油」や炒めものがフライパンに焦げつきにくい「炒め油」、また天ぷらの衣がきれいに咲きやすい「花咲油」など顧客の課題を解決する提案型の取り組みで着実な伸びをみせている。

2015 年 12 月 15 日 (火)

高付加価値製品の拡大加速

家庭用油脂

●オリーブオイルのトップメーカーとして、市場拡大のための取り組みを推進

- オリーブオイル市場は今後も拡大の可能性
 - ・オリーブオイル購入世帯率:30%
 - ・キャノーラ油の購入世帯率:45%
- 当社独自のメニュー提案で市場を活性化
 - ・地産地消をテーマにしたご当地アヒージョ
- サプライチェーンと自社での厳しい品質管理を実施
 - ・IOC基準に則った品質管理
 - ・窒素充填輸送による国内ボトリングまでの徹底した鮮度管理
 - ・当社独自の基準による日本人の味覚にあった風味管理
- オリーブオイル販売量は1.4倍に伸長 (2010年度比)



●「オリーブオイル」売上推移 (2010年度を1とした指数)



業務用油脂

●お客様の課題をチャンスと捉えた機能特化油が着実に伸長

- お客様の利用シーンにおける課題を解決する製品例
 - ・ご飯の釜へのこびりつき低減⇒炊飯油
 - ・炒めものがフライパンに焦げ付きにくい⇒炒め油
 - ・天ぷらの衣がきれいに咲きやすい⇒花咲油 など
- 提案営業による「機能特化油」の販売量は1.3倍に伸長 (2010年度比)



●「機能特化油」販売量推移 (2010年度を1とした指数)



出所：会社資料

(3) 非製油・その他事業の育成

非製油分野においては、スターチ分野の成長に注目したい。スターチとは主にとろもろし由来のでんぷんで、食品加工において様々な機能を果たす。例えば食品用コーンスターチ及びタピオカ澱粉は、米菓用途や即席麺用途などの需要が底堅い。高付加価値スターチ製品の事例としては、肉の食感を改良し歩留りを向上させる機能を持つ「ハイトラスト® シリーズ」「ネオトラスト® シリーズ」があげられる。顧客先である製造加工業や流通業の現場から支持され、2010年度の製品売上を1とした時に、2015年度は1.7まで成長する見込みだ。

周辺領域の育成

高付加価値スターチ製品

●独自技術による高付加価値スターチ製品の価値創造を推進

- **ハイトラスト®シリーズ**
(畜肉加工用品質改良剤製剤)
：食感の改良し (硬くてパサつく製品をジューシーで柔らかく改良)、歩留り向上
- **ネオトラスト®シリーズ**
(畜肉製品向け食感改良材)
：吸水性に優れた粒状でん粉素材
：畜肉製品の食感改良 (やわらか・ふっくら)、歩留り向上



ネオトラスト®B (粒タイプ/着色)



ネオトラスト®W-100 (粒タイプ)



ネオトラスト®W-300 (粉末タイプ)

●「ハイトラスト®」「ネオトラスト®」シリーズ販売量推移 (2010年度を1とした指数)



大豆シート

●「まめのりさん®」
外国人観光客の増加を背景に
国内でも着実に需要が増加

- 米国を中心とする海外で好評化
- パーティー用メニュー、テイクアウト寿司、創作和食店、恵方巻などのイベントメニューなど、国内でも着実に需要が増加
⇒販売量は1.5倍に成長 (2010年度比)



まめのりさん®調理例

出所：会社資料

同社の業績を考える上では、製油分野における汎用油の構成が高いために、製油分野の高付加価値化や非製油シフトの成果は確認しづらい。しかし、第四期中計のもと、着実に布石が打たれ一部で成果が生まれている。新社長による新体制下、改めて構造改革にアクセラが踏まれ、早期に業績に反映されることを期待したい。

J-オイルミルズ

2613 東証1部

2015年12月15日(火)

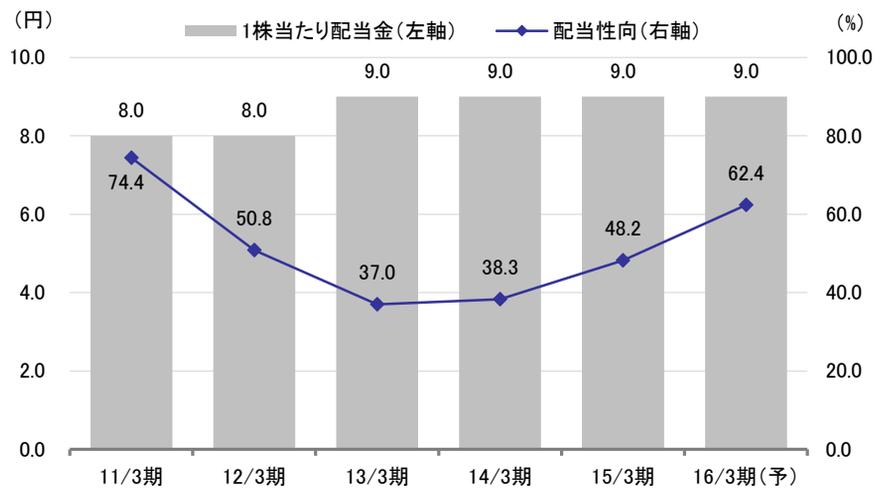
■株主還元策

内部留保を確保しつつ、長期的な安定配当が基本

同社の株主還元策は、配当金と株主優待である。配当金に関しては、内部留保を確保しながら、長期的な安定配当を基本方針に掲げている。2016年3月期の1株当たり配当金は上期4.5円(実績)、下期4.5円(予想)、年間9.0円が見込まれる。

また、株主優待に関しては、毎年自社商品の贈呈が行われており人気が高い。3月末日に1,000株以上保有する株主に対して、食用油や栄養補助食品の詰め合わせ(市価3,000円~4,000円相当)が贈られる。

1株当たり配当金と配当性向



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ